

わが国上場企業のリスクヘッジ戦略 ーデリバティブ利用に関する実証分析ー

東京経済大学 柳瀬 典由

企業リスクマネジメント（Corporate Risk Management）の分野では、「なぜ企業はリスクヘッジを行うのか」という基本的な問いに対して、多くの研究が理論的かつ実証的な議論を重ねてきた。直感的には、リスクヘッジによって企業はリスクを低減し、その結果、企業価値を高めることができると考えられる。しかしながら、理論的には必ずしもそうではない。すなわち、よく分散化された株主によって構成された企業において、税金や倒産コスト等の取引費用が存在せず、かつ、経営者と株主間のエージェンシーコストも存在しない状況を仮定する限り、リスクヘッジは企業価値には何の影響も与えない。つまり、理論的には、リスクヘッジと企業価値と無関連である¹。ところが、現実の企業行動を観察すれば、リスクヘッジを積極的に展開する企業も数多く存在する²。そこで、多くの既存研究は、この理論と現実の相違について、理論モデルの諸仮定を緩和することによって実証的に検討してきた³。

ここで実証分析上の課題となるのが、リスクヘッジ活動の程度をうまく捉える代理変数として何をを用いるべきか、という点である。1つの有力な指標としては、企業の保険料のデータがある。ところが、残念なことに、個々の企業の保険料データは、少なくとも公開情報としては、わが国をはじめ多くの国で入手が困難である⁴。そこで、多くの既存研究は、

¹ Doherty, N. (2000), *Integrated Risk Management*, McGraw-Hill (森平爽一郎・米山高生 監訳 『統合リスクマネジメント』 中央経済社, 2012).

² 福島良治 (2015) 『企業価値向上のデリバティブ-リスクヘッジを超えて』 金融財政事情研究会.

³ 柳瀬典由 (2015) 「保険会社の ERM に関する学術研究」『保険 ERM 経営の理論と実践』 金融財政事情研究会.

⁴ Mayers and Smith (1982)の先駆的研究以降、企業の保険需要に関する理論的検討は行われてきたものの、その理論仮説の実証的検討はデータ上の制約のため持ち越されていた。実証分析に耐えうるだけの企業の保険需要に関するデータの入手が制限されていたからである。そこで、Mayers and Smith (1990)は、ディスクロージャー資料に基づいて唯一、保険料データが入手可能な業界、すなわち保険業に焦点を絞ることで、上述の理論仮説を検証することを試みている。また、わが国の企業の保険需要に関する唯一の研究として、Yamori (1999)がある。Yamori (1999) は、1986 年度の上場企業を対象として、財務諸表上の「販売費・および一般管理費」に計上されている保険料の金額を用いて、日本企業の保険需要の決定要因を検証している。ただし、Yamori (1999)の研究は、1986 年度の主に本社部門における保険需要の検証に限定されている。その理由としては、財務諸表等規則の改正によって導入された「重要性の原則」がある。これによって、1987 年度以降の会計年度からは、「販売費・および一般管理費」の総額の 5%未満の項目については独立項目として計上する必要がなくなり、一般に 5%未満の項目に含まれてしまう保険料に関するデータの入手が困難になったためである。そのため、最近の日本企業の保険需要に関する実証分析は、データの制約上、ほぼ不可能となっている。Mayers, D. and C. Smith (1982), "On the Corporate Demand for Insurance", *Journal of Business* 55(2), 281-296. Mayers, D. and C. Smith (1990), "On the

有価証券報告書で開示されているデリバティブ関連のデータを活用することによって、企業のリスクヘッジ戦略に関する実証的検討を盛んに行ってきた⁵。

ところが、企業デリバティブ取引に関する財務報告上のデータを用いることには深刻な問題があることが、Aunon-Nerin and Ehling (2008)をはじめとする多くの既存研究によって指摘されてきた⁶。すなわち、デリバティブ利用にはリスクヘッジ目的以外（投機目的、裁定目的）の可能性もあるため、これらのデータをそのまま利用することには限界があるのである。わが国の場合も、1999年に企業会計審議会から公表された「金融商品に係る会計基準」によって、デリバティブ取引の契約額等が開示されることになったのだが、ヘッジ会計が適用されているものについては定量的情報の記載から除くことができるとされていた。ヘッジ会計が適用されているデリバティブ取引こそ、純粋にリスクヘッジ目的によるものであるとすれば、当時のわが国のデリバティブに関するディスクロージャーには、Aunon-Nerin and Ehling (2008)らが指摘する問題が十分に懸念される状況にあったと考えられる。

こうしたなか、幸いにも、2010年3月末日以後終了する事業年度の年度末に係る財務諸表からはヘッジ会計が適用されているものについても定量的情報の開示が求められることになった。柳瀬 (2011)はこの新たな情報開示に着目することで、日本企業のリスクヘッジ行動の解明を試みている⁷。但し、柳瀬 (2011)では、開示初年度のみクロスセクションの分析にとどまっているため、時系列的に普遍的な企業特有の要因を十分にコントロールできていない可能性は否めない。そこで、本報告では、柳瀬 (2011)の実証モデルをベースに、東証一部上場の全企業（金融・保険除く）を対象に、2009年度から2013年度までの5年間のパネルデータを用いて、企業の固定効果をコントロールした上で、わが国上場企業のデリバティブを用いたリスクヘッジ戦略に関する実証分析を行う。なお、デリバティブ関連のデータについては、Quick や NEEDS が提供する汎用データベースにも収録されているものの、本研究においては不十分な点が多いため、すべて、有価証券報告書から手入力することにより報告者のオリジナルのデータベースを構築している。

Corporate Demand for Insurance: Evidence from the Reinsurance Market," *Journal of Business* 63(1), 19-40. Yamori, N. (1999), "An Empirical Investigation of the Japanese Corporate Demand for Insurance," *Journal of Risk and Insurance* 66 (2), 239-252.

⁵ 米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standard Board, FASB) によるデリバティブ情報の開示が1994年から始まったことを契機として、90年代中葉以降、米国を中心としてデリバティブを用いた企業のリスクヘッジ行動に関する実証分析が数多く行われるようになった。

⁶ Aunon-Nerin, D. and P. Ehling (2008), "Why Firms Purchase Property Insurance," *Journal of Financial Economics* 90(3), 298-312.

⁷ 柳瀬典由 (2011) 「わが国企業のデリバティブ利用とヘッジ行動」『証券アナリストジャーナル』 Vol.49 (2) : 66-75, 日本証券アナリスト協会。